



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"I DERIVATI E LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. LORENZO ROCCO**

**LAUREANDO/A: MARCO MANTOAN**

**MATRICOLA N. 1089918**

**ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018**

# I DERIVATI E LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Derivatives and Italian public debt management

<b>INTRODUZIONE</b>	2
<b>1 GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	4
1.1 CARATTERISTICHE PRINCIPALI	4
1.2 TIPOLOGIE	5
1.3 FUNZIONI	6
<b>2 I CONTRATTI STIPULATI DAL TESORO</b>	7
2.1 OPERATIVITA' DAGLI ANNI '90 AD OGGI	7
2.1.1 I <i>CROSS CURRENCY SWAPS</i> E GLI <i>INTEREST RATE SWAPS</i>	7
2.1.2 LA CRISI FINANZIARIA	8
2.1.3 LA LEGGE DI STABILITA' PER IL 2015	10
2.1.4 COMPOSIZIONE ATTUALE DEL PORTAFOGLIO DERIVATI	11
2.2 L'OBIETTIVO DI INCREMENTO DELLA <i>DURATION</i>	13
<b>3 LE PROBLEMATICHE RILEVATE NEGLI ENTI PUBBLICI LOCALI</b>	16
3.1 CENNI SULL'EVOLUZIONE NORMATIVA	16
3.2 LA MANCANZA DI ADEGUATE COMPETENZE	17
3.3 GLI <i>OFF-MARKET SWAPS</i>	18
3.4 I COSTI IMPLICITI	19
3.5 IL CASO DEL COMUNE DI MILANO: LA SENTENZA DELLA CORTE D'APPELLO	22
<b>CONCLUSIONI</b>	25
<b>Bibliografia</b>	26
<b>Sitografia</b>	27

# INTRODUZIONE

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze, nei vari rapporti sul debito pubblico, ha spiegato che i due principali rischi su cui si è concentrata l'attività di gestione del debito pubblico italiano sono il rischio di rifinanziamento e il rischio di tasso d'interesse. Il rischio di rifinanziamento riguarda la possibilità di rifinanziare più o meno agevolmente con nuovo debito quello in scadenza: se la struttura delle scadenze è uniformemente distribuita nel tempo e priva di concentrazioni, la probabilità che il nuovo debito possa essere interamente collocato aumenta e quindi si riduce il rischio di dover sopportare costi aggiuntivi dovuti ad un mancato collocamento. Invece, il rischio di tasso di interesse è tanto più elevato quanto più elevati sono, in un dato periodo, i volumi dei titoli in scadenza che devono essere rinnovati mediante nuove emissioni o i titoli a tasso variabile che nello stesso periodo incorporano sulle nuove cedole i tassi correnti di mercato. La gestione del rischio di tasso di interesse, per un paese ad alto debito come l'Italia<sup>1</sup>, è molto importante in quanto la spesa per interessi normalmente rappresenta una quota rilevante della spesa corrente dello Stato, perciò stabilizzare e rendere prevedibile tale voce di spesa risulta particolarmente utile per essere in linea con i requisiti di stabilità della finanza pubblica previsti per i paesi dell'area Euro, basati in particolar modo sul controllo del deficit e della dinamica del debito.

Nel rapporto sul debito pubblico del 2016, analogamente agli anni precedenti, vengono citati gli articoli 2 e 3 del c.d. "Decreto Cornice" (ossia il decreto emanato annualmente che fornisce gli strumenti operativi utilizzabili dalla direzione del debito pubblico per raggiungere gli obiettivi di riferimento riguardanti le operazioni finanziarie volte alla gestione del debito): l'articolo 2 stabilisce di "contemperare l'esigenza di acquisire il gradimento dei mercati con quella di contenere il costo complessivo dell'indebitamento in un'ottica di medio-lungo periodo, considerata l'esigenza di protezione dal rischio di rifinanziamento e di esposizione a mutamenti dei tassi di interesse" (Rapporto sul debito pubblico 2016, p. 6). Al fine di raggiungere questi obiettivi, l'articolo 3 dello stesso decreto autorizza ad effettuare, oltre alle operazioni di concambio e riacquisto, operazioni in strumenti derivati. Il Ministero dell'Economia e delle finanze ha spiegato che l'operatività di strumenti derivati di tasso di interesse è un'attività complementare a quella di emissione del debito. Questi strumenti finanziari permettono di contenere il rischio modificando in ogni momento la composizione dei tassi senza però cambiare le caratteristiche del debito già collocato presso gli investitori. Infatti,

---

<sup>1</sup> Nel rapporto sul debito pubblico per il 2016 è stato rilevato un rapporto debito/PIL pari al 132%.

mentre ogni emissione di debito pubblico aggiuntivo è caratterizzata da una certa rigidità dovuta alla capacità di assorbimento dei titoli da parte degli investitori, che a sua volta dipende dalla domanda esistente nel mercato dei capitali in un determinato momento, l'attività in derivati permette di ottenere la flessibilità necessaria per raggiungere gli obiettivi di portafoglio desiderati in termini di protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento. La prassi di utilizzo dei derivati quali strumenti di gestione del debito è stata peraltro rilevata dall'OCSE, dall'FMI e Banca Mondiale nel 2008: "l'attuazione della strategia del debito può includere l'uso di derivati per separare le decisioni di finanziamento da quelle di composizione ottimale del portafoglio, ridurre il costo di indebitamento e gestire i rischi di portafoglio (in particolare il rischio di *refixing* del tasso di interesse e il rischio di rifinanziamento)" (Rapporto sul debito pubblico 2014, p. 30).

Sul tema dei derivati sottoscritti dalle amministrazioni pubbliche una serie di audizioni alla Camera dei Deputati da parte di esperti e professionisti e alcuni studi hanno permesso di fare maggiore chiarezza. Dopo aver descritto gli strumenti finanziari derivati da una prospettiva generale, verranno riepilogati quali sono state le principali motivazioni che hanno spinto il Tesoro italiano e le amministrazioni locali ad utilizzare i derivati e quali problemi si sono riscontrati.

# 1 GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

## 1.1 CARATTERISTICHE PRINCIPALI

Gli strumenti finanziari derivati si chiamano in questo modo perché il loro valore deriva dall'andamento del valore di una attività finanziaria o reale (ad esempio azioni, indici finanziari, materie prime, valute o tassi di interesse) o dal verificarsi di un evento futuro osservabile oggettivamente; l'attività, ovvero l'evento, costituisce il sottostante del prodotto derivato. Ciascun derivato è contraddistinto da due grandezze principali: il valore nozionale, ossia il parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento, fornisce una misura del volume delle negoziazioni ed è tendenzialmente prefissato per la durata del contratto, mentre il valore di mercato (o *mark to market*) rappresenta il guadagno o la perdita per il contraente se il contratto fosse chiuso alla data di rilevazione. Né il valore nozionale né il valore di mercato rappresentano puntualmente il livello di rischio assunto poiché il livello di rischio è dato dalla volatilità del mercato di riferimento.

I derivati vengono negoziati sui mercati regolamentati e sui mercati non regolamentati ossia *over the counter*. Nei mercati regolamentati il prezzo di ciascun strumento finanziario è un prezzo ufficiale e i derivati scambiati su questi tipi di mercati sono rappresentati da contratti le cui caratteristiche (ad esempio attività sottostante, la durata, il taglio minimo di negoziazione) sono standardizzate e definite dall'autorità del mercato su cui vengono negoziati; sui mercati regolamentati sono presenti stanze di compensazione (*clearing houses*) le quali garantiscono l'adempimento delle obbligazioni assunte dalle parti. In Italia il mercato regolamentato degli strumenti derivati è denominato Idem ed è gestito da Borsa Italiana S.p.A. I derivati *over the counter*, invece, sono negoziati bilateralmente (direttamente tra le due parti): in questo caso non esistono prezzi di mercato ufficiali, le clausole contrattuali sono note alle sole controparti e consentono, volendo, di realizzare anche strumenti particolarmente complessi. La mancanza di standardizzazione per questi contratti impedisce che si formino mercati secondari liquidi ed efficienti e ciò comporta per gli operatori anche l'assunzione di rischi di controparte. Il valore nozionale mondiale dei contratti derivati negoziati *over the counter* (dove si svolge la maggior parte delle contrattazioni) nella prima metà del 2017 è stato di circa 540.000 miliardi di dollari<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

## 1.2 TIPOLOGIE

Esistono diverse categorie di prodotti derivati. Le principali sono i contratti a termine, le opzioni e gli *swaps*.

Il contratto a termine impegna le parti a concludere una transazione con regolamento a una data futura (a termine) nella quale il prezzo del sottostante è stabilito al momento della negoziazione. I contratti a termine a sua volta si suddividono in contratti *future*, scambiati nei mercati regolamentati, e *forward*, negoziati nei mercati non regolamentati. Per l'acquirente il rischio del contratto a termine è dato dal deprezzamento del sottostante, in quanto alla data di scadenza egli avrebbe potuto acquistare lo stesso sottostante ad un prezzo inferiore rispetto a quello fissato nel contratto; specularmente, per il venditore del contratto il rischio è dato dall'apprezzamento del sottostante.

L'opzione è un contratto che, a fronte del pagamento di un premio (che costituisce il prezzo dell'opzione stessa), attribuisce il diritto, ma non l'obbligo, di negoziare una data quantità del sottostante ad un prezzo prefissato chiamato prezzo di esercizio (o *strike price*) entro una certa data (nel caso di opzioni americane) o al raggiungimento della stessa (nel caso di opzioni europee). L'opzione *call* attribuisce al compratore la facoltà di acquistare il sottostante, dunque il profitto dell'investitore sarà dato dalla differenza tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio, mentre l'opzione *put* attribuisce al compratore la facoltà di vendere il sottostante, quindi il profitto dell'investitore sarà uguale allo scarto tra il prezzo di esercizio e il prezzo corrente del sottostante.

Lo *swap* è un contratto che prevede lo scambio tra due controparti, per un periodo di tempo determinato, di flussi monetari futuri secondo modalità prestabilite. Esistono molti tipi di *swap* ma i più diffusi sono quelli aventi come parametri finanziari i tassi di cambio (*cross currency swaps*), i tassi di interesse (*interest rate swaps*) o il rischio di credito in capo ad un determinato soggetto (*credit default swaps*). I primi prevedono lo scambio di un importo espresso in una valuta a fronte di un importo espresso in un'altra valuta. Gli *swaps* su tassi d'interesse, invece, consentono lo scambio tra le parti di flussi di interessi: lo *swap* più semplice e comune è quello in cui una parte paga all'altra un flusso di interessi calcolato sulla base di un tasso fisso e riceve dall'altra parte un flusso di interessi sulla base di un tasso variabile. I derivati di credito, diversamente, consentono di trasferire il rischio di insolvenza relativo a un'attività finanziaria da un soggetto ad un altro: in questi contratti una parte si assume il rischio di deprezzamento di un'attività per mancato rimborso o deterioramento del merito di credito del debitore, mentre l'altra parte acquista una copertura per il rischio pagando un determinato prezzo.

I contratti a termine e gli *swaps* rientrano nella categoria dei derivati simmetrici poiché in ogni momento il profitto conseguito da una parte sarà equivalente alla perdita sopportata dall'altra, mentre le opzioni sono derivati asimmetrici, in quanto non c'è equivalenza tra i risultati economici dei due contraenti e alla perdita dell'uno non corrisponde un guadagno per l'altro di pari importo.

### 1.3 FUNZIONI

A livello del sistema finanziario nel suo complesso, i derivati sono in grado di consentire il trasferimento nel tempo e tra diversi soggetti i rischi collegati alle oscillazioni dei prezzi di strumenti finanziari, perciò generalmente le finalità per cui viene sottoscritto un contratto derivato sono la necessità di evitare una potenziale perdita o di realizzare un profitto.

I derivati possono essere quindi utilizzati per coprirsi dal rischio finanziario, ossia la possibilità di subire delle perdite dovute ad un'evoluzione sfavorevole della variabile di mercato considerata. In questo caso la stipula di un derivato contestualmente all'apertura di una posizione finanziaria (o in un momento successivo) ha l'effetto di ridurre il rischio complessivo. Per esempio, l'investitore che acquista delle azioni potrà acquistare anche un'opzione *put* che abbia come sottostante l'azione stessa, in modo da avere la certezza di riuscire a vendere le azioni al prezzo di esercizio nel caso si assista ad un ribasso del valore delle azioni. Altro esempio può essere quello di un orafo che necessita di oro per la produzione di gioielli: egli può scegliere di acquistare un *future* sull'oro per assicurarsi contro un possibile aumento di prezzo futuro.

Se l'investitore, contrariamente al caso precedente, è un soggetto propenso al rischio potrebbe utilizzare i derivati a fini speculativi: per speculazione si intende l'attività di compravendita del derivato basata sulla previsione di futuri andamenti di mercato. L'operatore realizzerà un profitto se le sue previsioni sono corrette, in caso contrario subirà delle perdite: ciò implica che l'attività speculativa (o di *trading*) comporta l'assunzione di rischi elevati.

Attraverso la negoziazione di derivati è possibile mettere in pratica anche l'attività di arbitraggio: qualora una stessa attività (oppure due attività perfettamente sostituibili tra di loro) fosse contrattata su due mercati diversi a prezzi diversi, l'operatore potrebbe sfruttare un momentaneo disallineamento tra l'andamento dei prezzi, vendendo lo strumento sopravvalutato e acquistando quello sottovalutato ottenendo in questo modo un profitto privo di rischio. Il differenziale di prezzo grazie al quale si ottiene il profitto è determinato da una temporanea inefficienza del mercato e l'effetto dell'attività degli arbitraggisti sarà quello di riportare in linea i prezzi temporaneamente disallineati, contribuendo così alla loro efficienza.

## 2 I CONTRATTI STIPULATI DAL TESORO

### 2.1 OPERATIVITA' DAGLI ANNI '90 AD OGGI

#### 2.1.1 I *CROSS CURRENCY SWAPS* E GLI *INTEREST RATE SWAPS*

Come descritto da Cannata (2015), la legge finanziaria per il 1985 (L. 22 dicembre 1984, n. 887) fu la prima norma che autorizzò l'utilizzo di strumenti derivati, prevedendo la facoltà del Ministro del Tesoro, tenuto conto delle condizioni di mercato, di sottoscrivere *cross currency swaps* per tutelarsi dal rischio di cambio sui prestiti in valuta straniera: la volatilità del mercato dei cambi è infatti elevata e di conseguenza molto rischiosa per uno stato.

Successivamente al 1992, La Via (2015) ha sottolineato come siano emerse le problematiche conseguenti ad una composizione del debito pubblico eccessivamente sbilanciata in favore di scadenze brevi e tassi variabili: “questa debolezza strutturale determinò pesantissime ripercussioni sul bilancio dello Stato, poiché il repentino e ampio incremento dei tassi, passati in poche settimane dal 12 al 18%, generò un considerevole aggravio della spesa per interessi” (La Via 2015, p. 6). Cannata (2015) spiega che negli anni successivi è stata quindi modificata gradualmente la struttura del debito pubblico al fine di renderla meno soggetta alle variazioni dei tassi di interesse: questo scopo fu raggiunto sia emettendo una quota rilevante di titoli a tasso fisso, sia mediante il ricorso ai derivati. In questo contesto i derivati, rappresentati da *interest rate swaps* e *swaptions* (generalmente agganciati al tasso Euribor a 6 mesi), hanno avuto la funzione di allungamento della *duration* del debito pubblico, vale a dire la durata media del portafoglio delle passività ponderata per il valore attuale di tutti i flussi di pagamento, sia quelli di rimborso del capitale sia quelli in conto interessi. La *duration* dà un'indicazione sul tempo medio durante il quale il tasso del debito rimane fisso, quindi sulla velocità con cui i cambiamenti dei tassi di mercato si riflettono sul servizio del debito: una *duration* maggiore comporta una minore velocità con cui le fluttuazioni di mercato si riflettono sul servizio del debito. Lo stato avrebbe quindi corrisposto un tasso d'interesse fisso per un lungo periodo e ricevuto dalla controparte un flusso di interessi calcolato sulla base del tasso Euribor. Dal 2005 circa, visto il livello storicamente minimo dei tassi di interesse, si è ritenuto che l'allungamento della *duration* dovesse essere l'unico obiettivo dell'attività in derivati, in modo da assicurarsi contro un possibile rialzo dei tassi: le statistiche passate mostravano che era opportuno proteggersi da shock esogeni, i quali avevano causato solamente impennate dei tassi di mercato. Benini e Patroni Griffi (2015) hanno criticato l'utilizzo degli *interest rate swaps* di *duration*. Più precisamente, anziché utilizzare come criterio guida lo storico dei tassi, il Tesoro si sarebbe



dovuto basare sulla curva dei tassi a termine (curva *forward*) e sulle volatilità implicite nei prezzi dei derivati che riflettono qual è la variabilità attesa dei tassi. Osservando questi dati si sarebbe scoperto che ci si aspettava una salita dei tassi ma la probabilità che questa si verificasse era caratterizzata da un'incertezza tale da rendere inopportuno bloccare la posizione dello Stato per un lungo periodo di tempo pagando un tasso fisso. Ciò “si sarebbe potuto intuire [anche dal fatto] che i grandi *players* (quelli che fanno mercato e controparti dello stesso Tesoro) non disdegnavano affatto di poter incassare tasso fisso” (Benini e Patroni Griffi 2015, p. 12). Inoltre, nel portafoglio del Tesoro sarebbero mancati alcuni dei più utili strumenti di gestione del rischio, quali i contratti *collar* e i *cap*. Il *collar* prevede uno scambio bilaterale di derivati tra le due parti: lo stato acquista dalla controparte una garanzia contro il rialzo dei tassi oltre una certa soglia (tasso *cap*), mentre la banca acquista dall'ente una garanzia contro il ribasso dei tassi al di sotto di un certo livello (tasso *floor*). In questo modo lo stato non rischia di pagare interessi troppo elevati se i tassi di mercato salgono e la banca non rischia di ricevere interessi troppo bassi se i tassi di mercato scendono. L'utilizzo di contratti *collar*, in alternativa e contestuali agli *interest rate swap* di *duration*, oggi permetterebbe di contabilizzare un *mark to market* comunque negativo ma il valore assoluto sarebbe stato decisamente inferiore, almeno di 100 o 200 o anche 300 punti base inferiori al tasso fisso oggi pagato (Benini e Patroni Griffi 2015, p. 15). Inoltre, anche l'acquisto di opzioni *cap* sarebbe preferibile all'*interest rate swap* perché tali opzioni sono caratterizzate da semplicità e trasparenza di utilizzo oltre che permettere l'ammortamento del costo dell'opzione in base alla durata temporale dell'operazione. Purtroppo, “agli amministratori pubblici pagare oggi e subito qualcosa che avrà un'utilità a lungo termine non piace per due motivi principali: il primo, la necessità di disporre di immediate risorse (che spesso non ci sono) e l'obbligo di contabilizzare l'operazione come costo; il secondo, il fatto che l'utilità dell'operazione potrebbe andare ben oltre al mandato politico previsto. Non c'è convenienza (anche politica) a pagare qualcosa oggi il cui beneficio si diluisce negli anni quando, in alternativa, è possibile non pagare nulla, non rilevarne il costo e verificare poi solo a distanza di anni (quando ci sarà evidentemente qualcun altro) se la scelta era stata oculata o meno” (Benini e Patroni Griffi 2015, p. 15).

### 2.1.2 LA CRISI FINANZIARIA

Cannata (2015) ha spiegato che, con l'inizio della crisi finanziaria (seconda metà del 2007), non si sono più aperte nuove posizioni (ad eccezione dei *cross currency swap*) e l'attività si è focalizzata nella gestione del portafoglio in essere, viste le crescenti difficoltà relative alla gestione del rischio di controparte. A partire dal 2011, la gestione ha dovuto tener conto delle

crescenti difficoltà derivanti da un portafoglio caratterizzato da una elevata *duration*, quando la nuova regolamentazione bancaria (Basilea III) definita alla fine del 2010 spingeva le banche a ridurre complessivamente le loro esposizioni, in particolar modo sul lungo termine. I vincoli imposti al sistema bancario dalla suddetta regolamentazione determinarono la necessità, da parte delle banche controparti del Tesoro, di acquisire nuove coperture o di appostare capitale di vigilanza aggiuntivo, al fine di fronteggiare il rischio di credito connesso con emittenti sovrani che non venivano più percepiti come sicuri. Questa situazione era molto rischiosa per l'Italia: innanzitutto, l'esposizione in derivati delle banche si sommava al portafoglio dei titoli di Stato, compromettendo la capacità delle banche di assorbire ulteriori titoli di Stato; inoltre, dato che il portafoglio derivati dello Stato era caratterizzato da scadenze lunghe e privo di garanzie, le banche avrebbero dovuto coprire le loro posizioni acquistando i *credit default swaps*: l'elevata volatilità di questi derivati avrebbe però prodotto effetti negativi sullo spread Btp-Bund e comportato elevati rischi di instabilità per il mercato dei titoli di debito italiani poiché l'aumento delle quotazioni dei *credit default swaps* generava un peggioramento della percezione degli operatori finanziari nei confronti del rischio di credito dell'Italia. In questo contesto, lo Stato italiano ha cercato sia di distribuire le posizioni in derivati tra diverse controparti, sia di ridurre la durata di alcune posizioni a parità di valore di mercato associando ad esse la vendita di *receiver swaptions* per ridurre l'impatto negativo sulla spesa per interessi. Questo tipo di opzioni conferiscono alla controparte contrattuale la facoltà di entrare, a una data futura, in un *interest rate swap* a condizioni prestabilite, dietro pagamento, al momento del perfezionamento del contratto, di una somma in favore del Tesoro. In caso di esercizio dell'opzione da parte della controparte, il Tesoro da una certa data paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile. Il contenimento dell'esposizione delle banche controparti è stato funzionale a massimizzare l'attività degli intermediari nelle aste del debito pubblico poiché la mancata copertura delle aste può infatti causare un'impennata del costo del debito.

Benini e Patroni Griffi (2015) sostengono che le ristrutturazioni comportano notevoli difficoltà e devono essere coerenti con politiche di gestione poiché il vantaggio finanziario deve evidentemente essere tale da accettare i maggiori rischi. Non si sarebbe perciò opportunamente tenuto conto dei rischi insiti nella vendita di *swaptions*: lo Stato avrebbe sì incassato il premio dell'opzione e ridotto i costi delle ristrutturazioni ma in questo caso i rischi, oltre a non essere diminuiti, sarebbero addirittura aumentati poiché le controparti fanno valere il diritto incorporato nelle opzioni nel momento a loro più vantaggioso.

Barucci (2015) ha evidenziato come nei momenti di crisi i derivati non rappresentino uno strumento pienamente adeguato di copertura. La motivazione sta nel fatto che se prima del 2007 l'utilizzo degli *interest rate swaps* era pienamente coerente con la strategia di copertura dal

rischio di tasso, con la crisi è aumentata la percezione del rischio sovrano di conseguenza al momento della stipula degli *interest rate swaps* le controparti hanno tenuto conto di questo rischio aggiungendo uno *spread* al tasso fisso degli *swaps*. Dunque, l'operatività in derivati dovrebbe essere limitata in futuro poiché uno stato può assicurarsi contro il rischio di tasso ma non può assicurarsi contro il rischio del proprio fallimento.

### 2.1.3 LA LEGGE DI STABILITA' PER IL 2015

La legge di stabilità per il 2015 (L. 23 dicembre 2014, n. 190) autorizza il Tesoro a “stipulare accordi di garanzia bilaterale in relazione alle nuove operazioni in strumenti derivati. La garanzia è costituita da titoli di stato di paesi dell'area Euro denominati in euro oppure da disponibilità liquide gestite attraverso movimentazioni di conti di tesoreria o di altri conti appositamente istituiti”. Il Tesoro dovrà quindi depositare, in conti segregati, titoli o disponibilità liquide a garanzia del valore di mercato negativo dei derivati presenti in portafoglio. Non viene comunque esclusa la possibilità di porre la garanzia anche sulle posizioni già in essere. Cannata (2015) ha illustrato che la norma è finalizzata ad allentare la pressione delle controparti sui *credit default swaps*, strumenti che in passato hanno comportato le problematiche sopra descritte. L'importo da versare in garanzia non è funzione del *rating* delle parti contraenti ma unicamente delle fluttuazioni del valore di mercato delle posizioni assoggettate alla garanzia. Inoltre, grazie a tale norma, “l'entità del risparmio ottenibile grazie alla collateralizzazione bilaterale, per un'emittente come la Repubblica Italiana, può essere quantificato intorno ai 5 punti base su un titolo triennale, ai 10 per un quinquennale e oltre i 20 per un decennale” (Cannata 2015, p. 20), tuttavia può essere vero che “se il rischio-Italia peggiora il costo per il Tesoro di reperire questa liquidità aumenterà peraltro proprio quando aumentano le difficoltà” (Benini e Patroni Griffi 2015, p. 25). Comunque, Benini e Patroni Griffi (2015) precisano che al momento della stipulazione dei contratti presenti nel portafoglio del Tesoro era stato imposto un costo aggiuntivo a carico dello stato (*spread*) nel tasso di interesse fisso applicato. Dunque, sebbene l'assoggettamento a garanzia delle posizioni ancora aperte comporterebbe per lo Stato italiano un debito considerevole, è necessario che venga specificato il premio che le banche dovranno corrispondere al Tesoro dato che tramite la garanzia offerta il rischio di credito è venuto meno, altrimenti si assisterebbe ad una duplice garanzia offerta dal Tesoro alle banche controparti.

## 2.1.4 COMPOSIZIONE ATTUALE DEL PORTAFOGLIO DERIVATI

Nella tabella sottostante è indicato il valore del portafoglio derivati del Tesoro degli anni 2015 e 2016. Gli *interest rate swaps* di copertura sono riferiti alle emissioni di titoli del programma MTN denominate in euro; il segmento degli “IRS ex-ISPA” ricomprende tutti i contratti derivati associati alle passività della società Infrastrutture S.p.A. oggetto dell'accollo da parte del Tesoro disposto dalla Legge finanziaria per il 2007 (L. 27 dicembre 2006, n. 296); i derivati su attivi sono riferiti a mutui attivi nei confronti di enti pubblici, trasferiti al Tesoro dal bilancio della Cassa Depositi e Prestiti a seguito della trasformazione di quest'ultima in società per azioni ai sensi della legge finanziaria per il 2005 (Legge 30 dicembre 2004, n. 311).

### *Portafoglio derivati del Tesoro degli anni 2015 e 2016 (in milioni di Euro)*

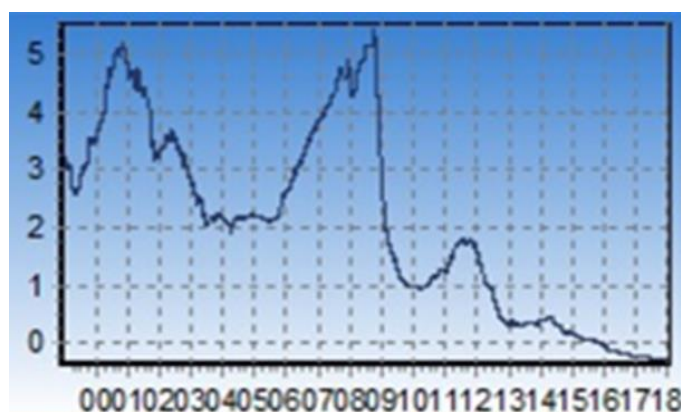
Strumenti derivati su debito								
Strumento	31/12/2015				31/12/2016			
	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
IRS ex-ISPA	3.500	2,32%	-1.375	3,75%	3.500	2,44%	-1.542	4,06%
CCS (Cross Currency Swap)	13.771	9,13%	1.570	-4,28%	8.992	6,26%	875	-2,31%
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	10.338	6,85%	665	-1,81%	10.357	7,21%	808	-2,13%
IRS (Interest Rate Swap) di duration	108.282	71,76%	-31.527	86,01%	113.782	79,24%	-34.437	90,75%
Swaption	15.000	9,94%	-5.988	16,34%	6.959	4,85%	-3.650	9,62%
Totale derivati su debito	150.891	100,00%	-36.655	100,00%	143.590	100,00%	-37.946	100,00%
Titoli di Stato in circolazione	1.814.445				1.867.214			
Derivati su debito/Titoli di Stato	8,32%				7,69%			
Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)								
Strumento	Nozionale	MTM			Nozionale	MTM		
IRS (Interest Rate Swap)	2.899	-448			2.341	-346		
Portafoglio strumenti derivati complessivo								
Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
Derivati su debito	150.891	98,11%	-36.655	98,79%	143.590	98,40%	-37.946	99,10%
Derivati su attivi	2.899	1,89%	-448	1,21%	2.341	1,60%	-346	0,90%
Totale strumenti derivati	153.790	100,00%	-37.103	100,00%	145.931	100%	-38.292	100%

Nota.: Il valore di mercato (MTM) non include le elaborazioni statistiche operate dalla Banca d'Italia al fine della pubblicazione dei conti finanziari.

*Fonte: Rapporto sul debito pubblico 2016*

Nella tabella si nota come il *mark to market* del portafoglio dei derivati continua ad essere negativo ed è l'inevitabile e diretta conseguenza della funzione assicurativa svolta dagli *interest rate swaps* di *duration* i quali costituiscono la percentuale maggiore del nozionale complessivo dei derivati su debito. Di seguito viene riportato lo storico del tasso Euribor a 6 mesi da 1999 fino ad oggi.

### Storico tasso Euribor 6M (in %)



Fonte: <http://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-6-months.asp>

Stando ai dati delle seguenti tabelle, la fase di riduzione della vita media iniziata nel 2011 si è sostanzialmente conclusa nel 2014 e l'operatività in derivati del Tesoro ha consentito di raggiungere gli obiettivi prefissati vale a dire l'allungamento della *duration* e dell'*average refixing period (ARP)*<sup>3</sup> del portafoglio dei titoli di stato.

### *Duration e ARP negli anni 2014 - 2016 relativamente allo stock di titoli di stato ante derivati (in anni)*

	Duration			ARP		
	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Titoli domestici	5,25	5,45	5,50	5,30	5,39	5,62
Titoli esteri ante derivati	5,46	6,45	7,11	5,32	6,11	6,69
Stock titoli di Stato	5,26	5,48	5,54	5,30	5,41	5,64

### *Duration e ARP negli anni 2014 - 2016 relativamente allo stock di titoli di stato post derivati (in anni)*

	Duration			ARP		
	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Titoli domestici post derivati	5,91	6,04	6,09	6,01	6,04	6,19
Titoli estero post derivati	5,64	6,55	7,13	5,76	6,50	7,07
Titoli di Stato post derivati	5,90	6,06	6,11	6,01	6,05	6,21

Fonte: Rapporto sul debito pubblico 2016

<sup>3</sup> L'*average refixing period* (o *ARP*) indica il tempo medio mancante (senza attualizzazione dei flussi) affinché la struttura del debito incorpori i nuovi tassi di mercato. Per i titoli a tasso fisso l'indicatore si basa sulla vita residua di ogni titolo mentre per i titoli a tasso variabile si considera il tempo mancante all'indicizzazione della cedola successiva. Ogni titolo entra nel calcolo ponderato per il valore nominale in circolazione.

## 2.2 L'OBIETTIVO DI INCREMENTO DELLA *DURATION*

Come specifica il Ministero dell'Economia e delle Finanze l'obiettivo fondamentale della gestione del debito pubblico italiano viene enunciato nelle linee guida pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale, che recitano: "Il principale obiettivo della gestione del debito pubblico è assicurare che le esigenze di finanziamento del governo e il pagamento delle relative obbligazioni siano realizzati ad un costo di medio-lungo termine il più basso possibile, compatibile con un prudente grado di rischio ... Minimizzare il costo ignorando il rischio non può essere un obiettivo. Transazioni che mostrano costi di servizio del debito più bassi spesso inglobano rischi significativi per il governo e possono limitarne la capacità di ripagare i creditori. Pertanto la gestione del costo e del rischio implica un *trade off*" (Rapporto sul debito pubblico 2014, p. 16). Quindi, in base alle migliori pratiche di gestione del debito condivise dalla comunità internazionale, il debito pubblico non può essere gestito secondo una logica di minimizzazione dei costi di breve periodo: la preferenza per le scadenze brevi e i tassi variabili, ai quali si associa normalmente un costo minore, non è conciliabile con la necessità di assicurare la capacità di rifinanziare lo stock del debito nel tempo, al costo più contenuto possibile in un arco temporale virtualmente indefinito e aperto ad ogni genere di shock potenziale; un approccio prudenziale alla gestione del debito italiano (vista la sua elevata dimensione sia in termini assoluti sia in rapporto al PIL) suggerisce che il *trade off* costo-rischio sia gestito con maggiore prudenza, quindi con durate del debito più lunghe anche se più costose. Secondo Barucci (2015), comunque, si potrebbe valutare la possibilità di considerare il bilancio dello stato nel suo complesso, tenendo debitamente conto anche delle entrate dello stato, allineando la *duration* dell'attivo a quella del passivo. In questo caso i derivati rappresenterebbero uno strumento poco utile perché il rischio di tasso legato ai titoli a tasso variabile sarebbe almeno parzialmente coperto, dato che una salita dei tassi è di solito conseguenza di una crescita dell'economia, con conseguente automatico aumento delle entrate fiscali che quindi tende a neutralizzare potenziali effetti negativi su deficit e debito derivanti da una più elevata spesa per interessi. Viceversa, i tassi hanno la tendenza verso la diminuzione quando l'economia presenta tassi di crescita in riduzione, svolgendo quindi un effetto positivo su deficit e debito. Viene comunque specificato che il limite di questa ipotesi è quello di non tener conto del rischio di collocamento dei titoli di debito.

In ogni caso, in base a quanto descritto nel rapporto sul debito pubblico del 2016, la tesi di Barucci non potrebbe essere applicata al caso italiano. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha sottolineato che una significativa componente dei tassi di interesse all'emissione dei titoli di Stato italiani è costituita dal premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori

per finanziare un soggetto altamente indebitato: tale componente è tendenzialmente poco correlata al ciclo economico e questo rende significativamente diversa la situazione dell'Italia rispetto a paesi con debito più contenuto e merito di credito più elevato. Per questi ultimi, infatti, i movimenti dei tassi di interesse sul debito sono di gran lunga più coerenti con il ciclo economico. Posto che lo stesso premio per il rischio richiesto dagli investitori potrebbe anche aumentare proprio in situazioni di rallentamento della crescita o di recessione economica a causa della percezione negativa circa la sostenibilità del debito, risulta necessario tendere ad una composizione del debito meno vulnerabile possibile rispetto agli andamenti dei tassi di interesse di mercato.

Data la funzione assicurativa dei derivati, quindi, La Via (2015) argomenta che non ha senso valutare l'operato del gestore in base al *mark to market* del portafoglio derivati, qualificando un valore positivo come un guadagno e un valore negativo come una perdita. Tuttavia, questa affermazione può essere non completamente condivisibile se nel portafoglio del Tesoro sono presenti contratti aventi clausole di risoluzione anticipata: la presenza di queste clausole sicuramente comporta l'assunzione di rischi elevati per lo Stato italiano, infatti permettono di convertire "un valore [di mercato] "potenziale" ad uno "effettivo" ... Nell'ottica di una gestione prudentiale delle posizioni in derivati questi elementi contrattuali possono risultare particolarmente delicati laddove vi sia uno scostamento significativo tra data di possibile estinzione anticipata e scadenza naturale... di conseguenza, nell'ipotesi di *fair value* negativo, la risoluzione anticipata del contratto richiederà un'uscita di cassa a breve di entità straordinaria dato che concentrerà in un unico regolamento di cassa quelli che, nelle originarie previsioni negoziali, dovevano essere pagamenti ripartiti su un periodo di tempo assai più dilatato" (Minenna 2015, p. 7). Cannata (2015) ha spiegato che le clausole bilaterali di risoluzione anticipata furono apposte nei contratti in ottica prudentiale (si tratta di clausole *mutual* cioè esercitabili da entrambe le parti sotto determinate condizioni) con il fine di proteggere lo stato dal deterioramento di merito di credito delle controparti, in un momento in cui il sistema bancario era considerato più rischioso rispetto ai sovrani. Le clausole furono stabilite ancora nel 1994: esse conferivano alla controparte bancaria ovvero il diritto di risoluzione anticipata dei contratti derivati in essere, al verificarsi del superamento di un limite prestabilito di esposizione della controparte nei confronti dell'Italia. Tale limite era di importo contenuto: 150 milioni di dollari se l'Italia avesse un rating tripla A, 75 milioni in caso di doppia A, 50 milioni in caso singola A. Alla fine del 2014 questo tipo di clausole era presente in 13 contratti.

Questa tesi non viene però condivisa dalla Corte dei Conti (si veda Custodero e Galbiati 2017), che definisce i contratti contenenti queste clausole come speculativi in quanto la decisione di far valere le clausole è anche nelle mani della controparte (tra il 2011 e il 2012 la clausola

esercitata dalla banca d'affari Morgan Stanley ha comportato per lo Stato italiano un esborso 3,1 miliardi di euro per chiudere quattro contratti derivati e rinegoziare due coperture sulle valute). Secondo la Corte Morgan Stanley si sarebbe approfittata del suo ruolo di specialista in titoli di Stato, ruolo che comporta anche la possibilità di stipulare derivati con lo Stato italiano, contravvenendo al suo ruolo di gestore del debito nel lungo periodo. Infatti, nello studio di Benini e Patroni Griffi (2015) è stato argomentato che il fatto che le controparti con cui si opera in derivati siano le stesse controparti specialiste in titoli di Stato potrebbe porre questi intermediari in condizione di forza contrattuale nei confronti dell'Italia nel momento in cui le operazioni in derivati da parte dello Stato italiano siano effettuate con lo scopo di garantirsi il supporto nelle aste.

In ogni caso, come spiega Cannata (2015), la futura operatività in derivati dovrà necessariamente tener conto del nuovo Sistema Europeo dei Conti nazionali e regionali (SEC 2010) entrato in vigore nel settembre 2014. In particolare, anche se già nella precedente versione (SEC 95) i flussi delle operazioni in swap venivano considerate partite finanziarie, è stata eliminata l'inclusione nella spesa per interessi ai fini della Procedura dei disavanzi eccessivi del saldo dei flussi derivanti da *swap*, che rappresentava un'eccezione alla regola: tali flussi vengono ora considerati come partite finanziarie, ovvero come debiti in caso siano negativi per lo Stato. Ciò vale anche in caso di ristrutturazione di uno *swap*, infatti qualora il valore di mercato del contratto fosse negativo, esso deve essere considerato come un prestito della controparte al soggetto pubblico. L'introduzione di queste nuove regole contabili comporterà ulteriori vincoli sull'attività di gestione, poiché non potrà essere ignorato l'impatto di tali regole sullo stock di debito.



### 3 LE PROBLEMATICHE RILEVATE NEGLI ENTI PUBBLICI LOCALI

#### 3.1 CENNI SULL'EVOLUZIONE NORMATIVA

A seguito dell'eliminazione del monopolio della Cassa Depositi e Prestiti nell'erogazione del credito con la legge finanziaria per il 1995 (L. 23 dicembre 1994, n. 724), si è assistito ad un progressivo riconoscimento in capo agli enti locali di una maggiore autonomia finanziaria. In una logica di gestione attiva del debito si è potuta quindi diffondere l'utilizzazione di strumenti di finanza innovativa quali i derivati, anche se il ricorso a questo tipo di strumenti da parte degli enti locali ha subito negli anni un progressivo declino per effetto della normativa sempre più stringente susseguitasi in tale materia. Le prime disposizioni normative riguardanti i derivati risalgono al 1996, quando con decreto ministeriale (D.M. 5 luglio 1996, n. 420) venne stabilito che tutti i prestiti in valuta straniera dovevano obbligatoriamente essere accompagnati da un'operazione di *swap* al fine di coprirsi dal rischio di cambio. Nel 2003, un apposito decreto ministeriale (D.M. 1 dicembre 2003, n. 389) ha stabilito che le tipologie di derivati ammessi ai fini della riduzione del rischio di tasso d'interesse erano solamente quelle più semplici (*swap*, *cap*, *collar* e *forward rate agreement*), escludendo sia la possibilità di estendere la durata delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività sia l'utilizzo di leve o moltiplicatori dei parametri finanziari.

Negli anni successivi si è cercato di creare un sistema di controllo per evitare un eccessivo ricorso ai contratti derivati da parte degli enti locali. Mentre con la legge finanziaria per il 2007 (L. 27 dicembre 2006, n. 296) venne stabilito che tutta la documentazione relativa alle operazioni dovesse essere trasmessa al Tesoro pena l'inefficacia dei contratti, le disposizioni contenute nella legge finanziaria per l'anno seguente (L. 24 dicembre 2007, n. 244) erano finalizzate a creare i presupposti per un consapevole utilizzo dei derivati: gli enti erano tenuti ad attestare la propria conoscenza delle caratteristiche e dei rischi delle operazioni concretamente poste in essere e a quantificare, in una apposita nota allegata al bilancio, gli oneri e gli impegni derivanti dai contratti (comma 383). Comunque, l'esplosione di contenziosi generati dall'utilizzo dei derivati ha indotto il legislatore ad emanare un decreto legge che ne vietasse temporaneamente l'uso (D.L. 25 giugno 2008, n. 112); l'articolo 62 del decreto affidava ad uno o più regolamenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, il compito di individuare le tipologie di contratti derivati che gli enti potevano concludere, tuttavia la diversità di opinioni tra il Tesoro da un lato e Banca d'Italia e Consob dall'altro è stato molto probabilmente la ragione di stallo del regolamento. Del resto, “la

situazione congiunturale degli ultimi anni, caratterizzata da elevata turbolenza e volatilità dei parametri finanziari nonché dall'esplosione del rischio di controparte, non era particolarmente indicata per riaprire questo tipo di mercato. Per queste ragioni, si era via via affermata all'interno del Tesoro la consapevolezza dell'opportunità di una norma primaria che vietasse definitivamente l'attività in derivati di regioni ed enti locali. In questo modo si sarebbe consolidato il progressivo riassorbimento del fenomeno" (Cannata 2015, p. 30). Questo divieto fu introdotto con la legge di stabilità per il 2014 (L. 27 dicembre 2013, n. 147), la quale consente comunque di estinguere anticipatamente i contratti derivati, riassegnare i medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie senza modificare le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati, ristrutturare il contratto derivato con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura (esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali), cancellare eventuali clausole per la risoluzione anticipata del derivato e acquistare opzioni *cap*.

### 3.2 LA MANCANZA DI ADEGUATE COMPETENZE

La Corte dei Conti (2015) ha evidenziato che "spesso la struttura contrattuale delle operazioni di finanza derivata, sin dal momento della stipulazione, presentava aspetti di aleatorietà e non appariva conforme agli obiettivi del legislatore improntati all'utilizzo di tali forme di gestione del debito per conseguire un contenimento del costo dell'indebitamento... In particolare, è stata evidenziata la sussistenza di violazioni normative e notevoli squilibri contrattuali in danno degli enti locali per la mancata valutazione della convenienza economica dei contratti... per l'inserimento di opzioni digitali con discontinuità nella sequenza dei tassi di interesse in contrasto con il D.M. n. 389/2003 e per la scelta di *advisor* coincidenti con la figura dell'intermediario finanziario in palese conflitto di interessi" (Corte dei Conti 2015, p. 24-25). Anche Loiero (2009) ha evidenziato che si sono venuti a creare dei conflitti di interesse con i consulenti (*advisors*) che avrebbero dovuto consigliare le tipologie di strumenti ritenuti più efficaci ed efficienti coerentemente con le esigenze dell'ente e rispettando il principio di adeguatezza a bisogni: in molti casi, il consulente non operava in modo indipendente ma nell'interesse dell'istituto di credito che collocava il prodotto finanziario sul mercato (*arranger*). Inoltre, "il fenomeno ha visto rilevanti asimmetrie cognitive oltre che informative tra domanda ed offerta in un ambiente generale di grave deficit di cultura ed educazione finanziaria. Non vi è alcun dubbio che un migliore livello di cultura finanziaria ed una adeguata formazione avrebbero sensibilmente ridotto *ab origine* le situazioni critiche e gli sviluppi patologici... [infatti] il mercato dei derivati negli enti è cresciuto negli anni con un tasso di

crescita e di complessità eccessiva rispetto alle reali necessità. E' apparso evidente come in molti casi non ci sarebbe stata alcuna necessità di utilizzarli oppure sarebbe stato più che sufficiente ricorrere alla finanza ordinaria" (Loiero 2009, p. 13). I contratti derivati di questo tipo possono essere valutati correttamente solamente disponendo di dati, strumenti e conoscenze specifiche (per esempio un modello di mercato che possa descrivere la possibile evoluzione futura della struttura a termine dei tassi d'interesse) che normalmente non sono presenti in tutti gli enti. Oltretutto, come osserva Hull, "i derivati su tassi di interesse sono più difficili da valutare rispetto ai derivati su opzioni e su valute...[poiché] il comportamento probabilistico di un singolo tasso di interesse è più complesso di quello del prezzo di un'azione o di un tasso di cambio. Inoltre è chiaro che per valutare un insieme di prodotti è necessario sviluppare un modello che descriva il comportamento dell'intera curva dei tassi, le volatilità di diversi punti della curva dei tassi sono diverse" (Loiero 2009, p. 25).

### 3.3 GLI *OFF-MARKET* SWAPS

Gli *interest rate swaps* tipicamente negoziati sul mercato dei capitali sono *par*, cioè hanno un valore finanziario nullo per entrambe le parti. Altre tipologie di derivati, invece, nascono proprio per realizzare una ripartizione non paritaria tra le due controparti dei rischi connessi all'andamento futuro di una variabile finanziaria, di conseguenza la parte che, per effetto del contratto derivato, assume una posizione più vantaggiosa in termini probabilistici è chiamata a corrispondere alla controparte una somma che ha la funzione di riequilibrare le posizioni dei contraenti. Tali contratti sono detti anche *off-market swaps* e la somma percepita dalla parte che accetta condizioni più penalizzanti viene chiamata *up front*. In merito all'incasso dell'*up front*, è stato rilevato che "sin dall'esame delle prime operazioni di finanza derivata stipulate dagli enti locali è emerso che non sempre l'imputazione contabile dei flussi finanziari in entrata ed in uscita è avvenuta in conformità ai principi contabili lasciando trasparire la concreta finalità da parte degli enti di reperimento immediato di liquidità con traslazione in avanti nel tempo degli oneri a servizio del debito... [Sebbene] con le modifiche apportate dall'art. 62, comma 9, del DL n. 112/2008 all'art. 3, comma 17, della legge 24 dicembre 2003 n. 350, le risorse percepite a titolo di *up front*, ovvero l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate, sono state espressamente incluse dal legislatore nell'ambito delle operazioni di indebitamento e ne è, quindi, conseguito il divieto di impiegare tali risorse per spese correnti... i premi percepiti al momento della stipula dei contratti di finanza derivata sono stati spesso appostati contabilmente dagli enti locali tra le entrate correnti

del titolo III, al fine di garantire con tali entrate la copertura di spesa corrente ed esigenze immediate di liquidità” (Corte dei Conti 2015, p. 23-24).

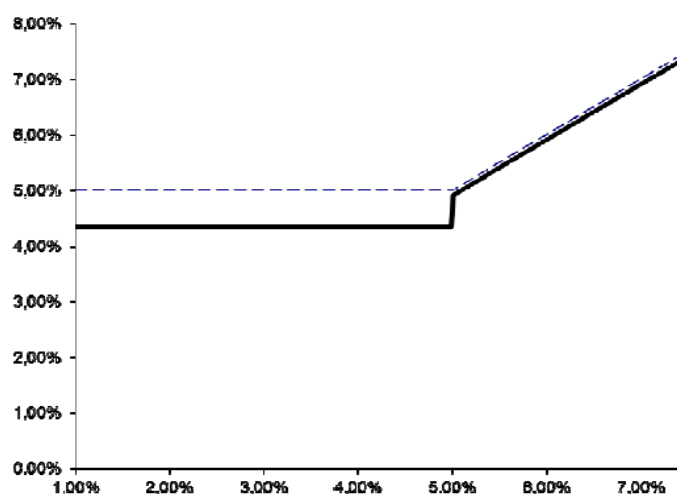
Secondo Minenna (2015) “la prassi del finanziamento implicito tramite derivati rientra nella fattispecie della speculazione. Infatti, la controparte che, per ottenere un beneficio di liquidità immediata, accetta di entrare in un contratto che la espone al rischio di una perdita finanziaria in futuro dovrebbe perlomeno aver sviluppato, sulla base di un set informativo e di un processo analitico rigoroso, una view sull’evoluzione futura della variabile finanziaria sottostante il derivato. La mancanza di simili elementi subordinerebbe nella sostanza i rischi del derivato al beneficio di cassa immediato senza tenere in debita considerazione che, mentre un finanziamento tradizionale presenta un costo e un ben identificato piano di rimborso, il finanziamento “replicato” attraverso un derivato espone il contraente ad un’alea i cui *an* e *quantum* sono di gran lunga più rilevanti e comunque indeterminati a priori... [infatti] anche un derivato che al momento iniziale realizzava un’equa ripartizione delle alee tra le due controparti può, nel tempo, generare uno sbilanciamento dei rischi che favorisce una delle parti e sfavorisce l’altra” (Minenna 2015, p. 6). Anche Loiero (2009) sostiene che le operazioni in derivati caratterizzate dall’incasso di *up front* non sono adeguati strumenti di copertura perché aumentano la variabilità dei flussi di cassa rispetto ad una normale operazione di indebitamento: se l’operazione sottoscritta fosse adeguata ai fini di copertura non ci sarebbe alcun motivo di renderla squilibrata solo per ottenere del denaro, poiché in questo modo l’ente si accollerebbe un rischio in cambio del suo controvalore finanziario: questa pratica dovrebbe essere considerata come una forma di indebitamento rischioso per gli enti, perché l’ente si espone al rischio di dover pagare successivamente una somma maggiore rispetto a quanto ricevuto sotto forma di *up front*.

### 3.4 I COSTI IMPLICITI

In base a quanto illustrato nello studio di Ifel (2014), il rapporto tra banche ed enti locali può essere suddiviso in alcuni periodi. Nel primo periodo, vale a dire prima dell’ingresso dell’Italia nell’area Euro, gli enti erano bloccati in contratti di mutuo prevalentemente a tassi fissi ritenuti troppo elevati. In questo contesto le banche sono intervenute proponendo prodotti che consentissero agli enti di sfruttare il ribasso dei tassi di interesse dovuto all’ingresso dell’Italia nell’area Euro: questi prodotti, noti come digitali, prevedevano a carico dell’ente il pagamento di un tasso fisso inferiore a quello attuale nel caso il tasso di interesse fosse sceso sotto una certa soglia, mentre non vi era alcuna garanzia se si fosse verificato un rialzo dei tassi. In sostanza, questi strumenti non avrebbero fornito una protezione contro il rischio di tasso. Il

seguente grafico rappresenta un esempio di prodotto digitale. Nell'asse delle ascisse è indicato il tasso di mercato, in quello delle ordinate il tasso pagato dall'ente.

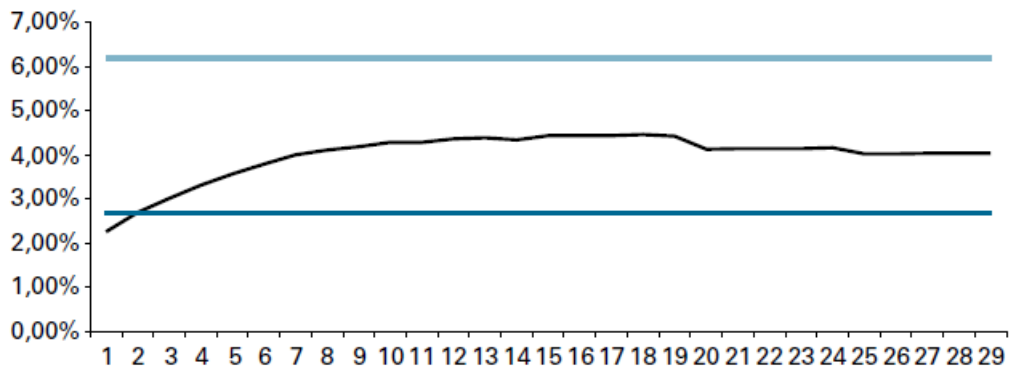
*Esempio di un prodotto digitale*



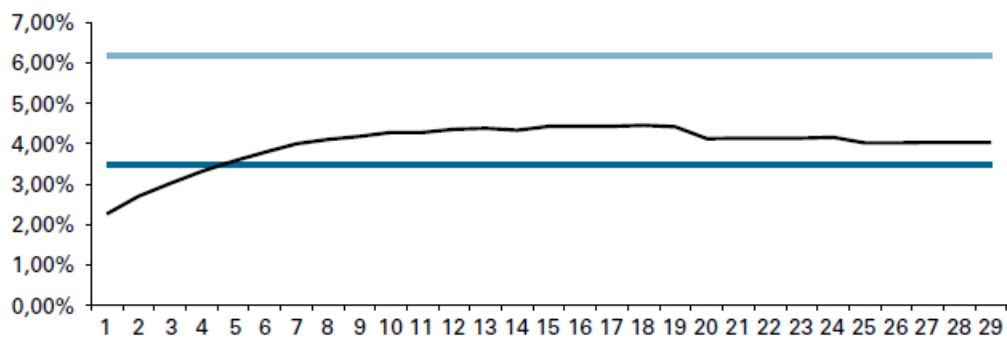
Nel secondo periodo, che inizia intorno al 2005, a seguito di una norma che proibiva i prodotti digitali si è assistito alla diffusione dei contratti *collar*<sup>4</sup>. Il problema fu che le banche proposero contratti sbilanciati a proprio favore, detti anche *collar* asimmetrici. Un contratto *collar* può essere definito asimmetrico se la curva dei tassi attesi (o curva *forward*) si trova vicino al livello del tasso *floor* e distante dal livello del tasso *cap*: tanto più questi valori attesi sono vicini al tasso *floor* e lontani dal tasso *cap*, tanto maggiore sarà il valore dell'assicurazione contro una riduzione dei pagamenti per interessi fornita dall'ente alla banca e tanto minore sarà il valore della stessa assicurazione fornita dalla banca all'ente. I costi applicati dagli intermediari su queste operazioni vengono perciò definiti impliciti perché non sono stati resi noti ma sono stati nascosti all'interno della struttura del derivato attraverso un cambiamento dei parametri del prodotto. Viene quindi affermato che il principio di convenienza economica di questi contratti non è stato rispettato sia perché sono stati venduti contratti per la gestione del rischio di tasso di fatto inutili sia perché la presenza di questi costi avrebbe dovuto essere giustificata dalla riduzione del rischio che il contratto avrebbe consentito di ottenere.

<sup>4</sup> Si veda Capitolo 2, paragrafo 1.

### *Esempio di un collar simmetrico*



### *Esempio di un collar asimmetrico (a favore della banca)*



Loiero (2009) sostiene che il problema non risiede nel fatto se questi costi esistano o meno ma il fatto che siano invisibili ovvero impliciti nelle condizioni contrattuali. Se questi costi fossero stati conosciuti essi avrebbero potuto essere oggetto di negoziazione tra banca ed ente oppure si sarebbero potute valutare le proposte di più banche in modo da poter scegliere il contratto maggiormente efficiente, vale a dire con costi minori. Comunque, se le operazioni in derivati dovessero essere considerate operazioni di ristrutturazione del debito esistente, allora dovrebbe essere rispettato l'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 (L. 28 dicembre 2001, n. 448), che impone che le condizioni di rifinanziamento consentano una riduzione del valore finanziario delle passività a carico degli enti. Quindi, se il nuovo debito complessivo è costituito dal debito preesistente e dal nuovo derivato sottoscritto, i costi impliciti aumenterebbero certamente il valore finanziario della passività complessiva e quindi l'operazione non sarebbe conveniente sotto il profilo finanziario.

Secondo il Tribunale Ordinario di Torino e alcune recenti sentenze (si veda Danusso 2014, p. 12) la mancata comunicazione dei costi impliciti inciderebbe sulla causa del contratto o comunque sarebbe considerata come un grave inadempimento.

### 3.5 IL CASO DEL COMUNE DI MILANO: LA SENTENZA DELLA CORTE D'APPELLO

Come ha spiegato Danusso (2014), le conclusioni cui giunge la sentenza della Corte d'Appello di Milano del 3 giugno 2014 sono di fondamentale importanza per quanto riguarda il dibattito sull'utilizzo dei derivati e saranno un utilissimo riferimento per i futuri casi legati ai contratti sottoscritti dagli enti locali. In particolare, come descritto nell'articolo di Galbiati e Randacio (2014), la sentenza ha assolto alcune banche (Deutsche Bank, Ubs, Depfa e Jp Morgan) accusate di truffa per aver venduto alcuni derivati al comune.

La Corte (si veda Danusso 2014) si è espressa sia in relazione al tema dei costi impliciti sia in merito alla condotta degli amministratori pubblici.

Per quanto riguarda i costi impliciti dei contratti, la Corte ha riscontrato che “una generalizzata impreparazione... [ha comportato] il convincimento (errato) che [i costi delle operazioni in derivati] fossero infatti inesistenti” (Danusso 2014, p. 2). Nel documento rischi emanato dalla Consob, che doveva essere obbligatoriamente distribuito ai clienti *retail* e agli enti locali sia *retail* che non *retail*, è precisato che “alla stipula del contratto, il valore di uno *swap* è sempre nullo ma esso può assumere rapidamente un valore negativo (o positivo) a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto” (Danusso 2014, p. 10). Danusso (2014) evidenzia che, leggendo questo documento, si sarebbe potuto pensare che la tesi del valore nullo degli *swap* avesse un valido fondamento, tuttavia, come ha specificato anche la Corte d'Appello, tale documento può indurre in errore perché esso ha solamente valenza informativa e non costituisce in alcun modo fonte normativa né di primo né di secondo grado. I giudici affermano che all'epoca dei fatti le banche non avevano l'obbligo di richiedere commissioni separate né di renderle note, dunque, per generale prassi di mercato, esse erano incorporate nello strumento finanziario. Questa pratica non è in alcun modo illecita in quanto il profitto dell'intermediario è una componente assolutamente lecita a fronte dei servizi di investimento resi all'ente, anche in caso di ristrutturazione dei contratti. Di conseguenza, il *mark to market* dei derivati sottoscritti dal comune non avrebbe potuto in nessun caso essere pari a zero: tale valore sarebbe stato sempre negativo per l'ente e sempre positivo per la controparte bancaria in quanto il prezzo del derivato non coincide con il suo valore teorico: “le definizioni di prezzo e valore che sono qui di interesse non vanno cercate nell'economia dei classici ma nei manuali di diritto privato dove il prezzo è, molto semplicemente, il corrispettivo che un contraente paga all'altro per riceverne la controprestazione da non confondersi con il valore del contratto che è cosa ben diversa” (Danusso 2014, p. 6-7). In un passaggio successivo, la Corte ha specificato che, salvo casi eccezionali, il diritto e la legge non intervengano mai a stabilire imperativamente

né il prezzo dei beni né a verificare che questo coincida perfettamente con il loro valore teorico in quanto esso verrà determinato dal libero gioco delle forze di mercato, vale a dire domanda e offerta. “Non sussiste alcuna regola che possa invece attribuire in modo oggettivo la qualifica di giusto o di sbagliato al prezzo che viene stabilito. E del resto, è mai pensabile che un contratto possa essere risolto perché ho pagato tanto o poco quello che mi è stato offerto? È possibile risolvere la compravendita di un immobile perché l’acquirente ha pagato più del supposto valore di mercato l’appartamento? ... E viene da domandarsi sulla base di quali valori, di quali riferimenti, si dovrebbe stabilire quale sia il prezzo giusto o il prezzo sbagliato, e a chi spetterebbe stabilirlo, posto che la legge, ovviamente, non contiene alcun riferimento di nessun tipo al riguardo” (Danusso 2014, p. 9). Tale considerazione viene estesa anche ai derivati *collar* in quanto i valori del *cap* e del *floor* di un *collar* non possono essere finanziariamente equivalenti. Al riguardo, Danusso (2014) evidenzia come dalla Circolare Esplicativa del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 27 maggio 2004 si desume che è possibile vendere un *floor* solamente per comprare un *cap*, ma non viene in alcun modo fatto riferimento all’equivalenza economica di *cap* e *floor*.

Oltre a precisare che il *mark to market* iniziale è sicuramente negativo per l’ente pubblico alla data di stipula, la Corte ha citato la sentenza del Consiglio di Stato riguardante il caso Pisa: “[il valore iniziale di un derivato è] il valore che lo *swap* avrebbe potuto avere in una astratta ed ipotetica (ma assolutamente irrealistica e non vera) contrattazione” (Danusso 2014, p. 6). Si tratta di un valore virtuale che rappresenta il prezzo di mercato del derivato e che non rappresenterebbe un costo effettivo per l’ente né il profitto per la banca perché al momento della stipula poiché non vi è alcun pagamento che una parte corrisponda all’altra, salvo i casi in cui sia presente un *up front* e in caso di risoluzione del contratto (in quel caso il *mark to market* potrà essere sostanzialmente differente da quello iniziale).

Riguardo gli obblighi informativi a carico delle banche, Danusso (2014) ha condiviso pienamente la posizione della Corte d’Appello secondo cui, non vi era alcun obbligo di fornire al cliente le componenti del prezzo, ma solo il prezzo a cui la banca intende effettuare l’operazione in tutte le ipotesi in cui la banca operi quale controparte; tale principio è stato ribadito anche dalla Consob in due occasioni (Danusso 2014, p. 14). Infatti i contratti derivati sono contratti del tutto analoghi ad altri contratti bancari in cui la banca figura come controparte. Per chiarire meglio il concetto è stata fatta una similitudine con un contratto di mutuo: così come quando si sottoscrive un mutuo con una banca l’unico elemento importante è il tasso effettivo da corrispondere (e non le varie componenti che contribuiscono a formare tale tasso), anche nelle operazioni in derivati l’unica cosa importante è il prezzo che si dovrà pagare. Di conseguenza, i costi impliciti non sono un onere aggiuntivo rispetto al prezzo stabilito nel



contratto dunque, salvo casi eccezionali di vera e propria truffa, l'ente ha pagato solo ciò che prevedeva il contratto, né di più né di meno. Quindi la scomposizione del prezzo è del tutto inutile poiché è irrilevante per il cliente.

Per quanto riguarda la condotta del comune, i giudici hanno rilevato che lo stesso dovrebbe “obbligatoriamente attrezzarsi in proprio a stimare il valore dei derivati acquistati e, prima ancora, la loro rispondenza a quelle condizioni che reputa di complessiva convenienza economica in vista del contenimento del costo complessivo dell'indebitamento” (Danusso 2014, p. 2). A parere della Corte, la valutazione di convenienza economica sarebbe stata a carico dei funzionari pubblici e doveva basarsi anche su considerazioni di natura politica inerenti la generale opportunità di un'operazione di ristrutturazione del debito. L'onere della valutazione è carico solamente dell'ente (e non della controparte bancaria), dunque in caso di errata valutazione le responsabilità non possono che rimanere all'interno della pubblica amministrazione. Purtroppo il comportamento tenuto da alcuni dei funzionari coinvolti non sarebbe stato in linea con quello che ci si sarebbe aspettati da una pubblica amministrazione a causa della verificata mancanza di diligenza e professionalità da parte di alcuni dipendenti. La decisione della Corte d'Appello, citando sempre la sentenza del Consiglio di Stato in riferimento al caso Pisa, sottolinea come, a prescindere dalla natura professionale o *retail* dell'ente locale esista un obbligo, prima morale che giuridico, da parte degli amministratori che gestiscono denaro pubblico, di acquisire sufficienti informazioni sulla struttura del contratto che firmano, sui rischi ad esso relativi sulle potenziali ripercussioni dello stesso sulle finanze future nei diversi scenari (Danusso 2014, p. 15).

# CONCLUSIONI

I derivati sono uno tra i vari strumenti a disposizione delle pubbliche amministrazioni per la riduzione dei rischi di portafoglio, obiettivo sicuramente importante per un ente pubblico dunque appare quantomeno errato vietarne totalmente l'utilizzo.

Del resto, anche la decisione di sottoscrivere un contratto derivato non differisce sostanzialmente dalle altre scelte in capo alla pubblica amministrazione le quali sono caratterizzate da una componente aleatoria, ma questo non implica che le decisioni non possano essere prese razionalmente considerando la specifica propensione al rischio e gli obiettivi di bilancio. Sicuramente è importante che esistano adeguate norme che sanzionino gli amministratori pubblici qualora le decisioni siano effettuate seguendo criteri non oggettivi e razionali, dato che le conseguenze di scelte errate possono protrarsi anche per un periodo di tempo non breve.

Inoltre, il legislatore dovrebbe stabilire regole e criteri sull'assunzione dei rischi da parte degli operatori: l'esercizio della discrezionalità nelle scelte da parte degli amministratori e la complessità di strumenti utilizzabili da un ente pubblico dovrebbe essere correlata alle competenze e agli strumenti di cui dispone, tenendo anche conto del fatto che le operazioni in derivati vengono poste in essere sempre con operatori professionali (ossia le banche) che, analogamente a qualsiasi azienda privata, mirano a conseguire un profitto e conoscono bene sia le prassi di mercato sia le norme di settore, come si evince dalla sentenza della Corte di Appello. Si è visto che anche i derivati stipulati per fini assicurativi sono caratterizzati da una componente rischiosa, ovvero la possibilità che l'evento sfavorevole non si verifichi, ma questo non significa che non si possano investire maggiori risorse al fine di acquisire dati e conoscenze al fine di minimizzare il costo dell'assicurazione. Dunque, se da un lato raggiungere l'obiettivo di copertura non è un problema per un'amministrazione pubblica, dall'altro sarebbe opportuno rafforzare competenze e strumenti degli uffici preposti alla gestione del debito al fine di individuare gli strumenti più efficienti (i quali minimizzano i costi) oltre che efficaci (aventi le caratteristiche necessarie per raggiungere gli obiettivi), attenendosi ai principi etici e morali che qualsiasi soggetto che gestisce denaro pubblico dovrebbe rispettare.

## Bibliografia

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2017. *Global OTC derivatives market* [online].

BARUCCI, E., 2015. *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati* [online]. Camera dei Deputati, 03/06/2015.

BENINI, N., e PATRONI GRIFFI, U., 2015. *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati nelle pubbliche amministrazioni* [online]. Camera dei Deputati, 29/04/2015.

CANNATA, M., 2015. *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati* [online]. Camera dei Deputati, 10/02/2015.

CORTE DEI CONTI, 2015. *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati* [online].

DANUSSO, M., 2014. *Derivati del comune di Milano: commento alla sentenza della Corte di Appello di Milano* [online].

IFEL, a cura di Umberto Cherubini e Salvatore Parlato, 2014. *L'uso dei derivati negli enti locali* [online].

LA VIA, V., 2015. *Audizione alla Camera del Direttore Generale del Tesoro La Via sui derivati* [online]. Camera dei Deputati, 25/06/2015.

LOIERO, R., 2009. *L'esperienza dei contratti derivati nelle pubbliche amministrazioni tra evoluzione normativa e prassi operativa* [online].

MINENNA, M., 2015. *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati* [online]. Camera dei Deputati, 14/04/2015.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2017. *Rapporto sul debito pubblico 2016* [online].

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2015. *Rapporto sul debito pubblico 2014* [online].

NICOLINI, G., 2012. *Gli strumenti finanziari derivati* [online]. Università di Roma Tor Vergata.

## Sitografia

CUSTODERO, A., e GALBIATI, W., 2017. Derivati, l'accusa della Corte dei Conti: "Tesoro negligente". *La Repubblica* [online]. Disponibile su  
<[http://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/06/06/news/derivati\\_1\\_accusa\\_della\\_corte\\_dei\\_conti\\_tesoro\\_negligente\\_-167374476/](http://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/06/06/news/derivati_1_accusa_della_corte_dei_conti_tesoro_negligente_-167374476/)> [Data di accesso: 22/01/2018]

GALBIATI, W., e RANDACIO, E., 2014. Derivati Milano, sindaci inesperti che hanno chiesto alle banche di essere "indipendenti". *La Repubblica* [online]. Disponibile su  
<[http://www.repubblica.it/economia/2014/06/03/news/derivati\\_milano\\_sindaci\\_incompetenti\\_che\\_hanno\\_chiesto\\_alle\\_banche\\_di\\_essere\\_indipendenti-87954621/](http://www.repubblica.it/economia/2014/06/03/news/derivati_milano_sindaci_incompetenti_che_hanno_chiesto_alle_banche_di_essere_indipendenti-87954621/)>  
[Data di accesso: 27/01/2018]

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Credit%20Default%20Swap> [Data di accesso: 11/02/2018]

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/arbitraggio.htm>  
[Data di accesso: 11/02/2018]

<http://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-6-months.asp> [Data di accesso: 01/02/2018]